

24 Aralık 2025 Çarşamba

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Arf Bio yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Arf Bio), İzmir ili Ödemiş ilçesi Bozcayaka köyünde yer alan Biyogaz Santrali'nde biyomentanizasyon tipi biyogaz santralleri ile kaynağından ayrı topladığı ve mekanik ayırma tesislerinde ayrıştırdığı organik atıkları fermantasyon ünitelerine alarak gaz oluşturmakta ve oluşturduğu gazı gaz motorlarında yakmak suretiyle yenilenebilir elektrik enerjisi üretmektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu ise elektrik enerjisi üretiminin yanı sıra, biyogaz enerji üretimi neticesinde ortaya çıkmış olan bitkisel ve hayvansal atık malzemenin, ham ve işlenmiş organik ve organomineral gübre olarak üretilmesi, bu gübrelerin organik ve kimyasal işleme tabi tutulması, gerekli izinler alınarak bu amaçla tesis oluşturulması, üretilmesi tesisin işletilmesi, gübrenin perakende ve toptan satışı, pazarlaması, ticareti, ithalat ve ihracatını yapmak olarak özetlenebilir.

Şirket'in 20.09.2018 itibarıyla sahip olduğu elektrik üretim lisansının toplam gücü 4,8 MWe olup bunun tamamı Biyogaz Santrali'nden oluşmaktadır. Şirket, üretim tesisinde büyükbaş hayvan atığı ile çeşitli bitkisel / hayvansal girdileri kullanarak elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Şirket YEKDEM kapsamında 2019 yılından itibaren 10 yıl süre ile 13,3 ABD Doları Cent/KWh devlet alım garantisi anlaşması altında elektrik satış yapmak suretiyle gelir elde etmektedir. Şirket EPDK'dan üretim lisansını 2018'de almıştır. Lisansın geçerliliği 49 yıllık bir süreyi kapsamaktadır ve 2067 yılına kadar geçerlidir. Şirket, biyogaz tesisindeki ana kaynağa ilave olarak Güneş Elektrik Santrali (GES) yatırım yapıp işletme hakkında sahip olmuştur ve EPDK'dan 2022 yılında 0,7 MW Hibrit GES yatırımı izni almıştır.

Şirket, organik ve organomineral olarak hem katı hem de sıvı gübre üretim tesisi yatırımını tamamlamış ve Nisan 2023 sonu itibarıyla devreye almıştır. Arf Bio, 4,8680 MWh kapasiteli Biyogaz Elektrik Üretim tesisi, 55.294 ton/yıl kapasiteli organomineral katı gübre tesisi, 49.248 bin ton/yıl kapasiteli ambalajlı sıvı gübre tesisi, 443.232 ton/yıl ambalajsız dökme sıvı gübre tesisi ve karbon emisyon kredisi ile gelirlerini çeşitlendirmiş sınırlı sayıda biyogaz tesisleri arasında yer almaktadır.

Şirket, mevcut biyogaz santraline entegre olacak şekilde endüstriyel mikro alg üretim tesisi kurmayı da planlamaktadır. Ayrıca Şirket Hibrit GES tesisinde önümüzdeki dönemde planladığı yatırımlarla 4,8 MWp kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut 147.337.401 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sermaye Ortaklık Yapısı				
Ortağın Adı Soyadı/ Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	140.000.000	95,02	128.500.000	70,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş	7.337.401	4,98	7.337.401	4,01
Halka Açık	-	-	47.000.000	25,71
Sermaye Artırımı			35.500.000	19,42
Ortak Satışı			11.500.000	6,29
Toplam	147.337.401	100,0	182.837.401	100,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017) kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

1. Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri= Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 30.09.2025 dönemi itibarıyla özkaynakları 1.278.047.638 TL olup, 147.337.401 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 8,67 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir.

Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldükçe, Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları) değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Arf Bio'nun nakit akışlarına ilişkin tahmin süresi, Şirket'in elektrik üretim tesislerinde sahip olduğu lisans süresiyle sınırlandırılmıştır. Şirket'in elektrik üretim lisans süresinin dolacağı 2067 yılından sonra değerlendirme çalışmasına herhangi bir devam eden değer atfedilmemiştir. 2022 yılı içinde EPDK'dan yatırım izni alınan ve Biyogaz tesisinde 2026 yılında kurulumu başlayıp ve 2027 yılında

faaliyete geçmesi beklenen Lisanslı Hibrit GES'in ekonomik ömrünün 25 yıl olacağı varsayımı altında, 2051 yılının sonuna kadar nakit üreteceği varsayılmıştır.

Fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması vesilesiyle değerlendirme çalışması ABD Doları olarak yapılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2025-2067
Risksiz Faiz Oranı	F	7,60%
Spesifik Risk Primi	S	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	6,00%
Beta (β)	B	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,00%
Borçlanma Maliyeti	BM	8,60%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM= BM * (1 - V)	6,45%
Sermaye Maliyeti	SM= F + (S + R) * B	14,60%
Finansal Borçluluk Oranı	FBO= [D / (D + E)]	21,44%
AOSM	=SM * (1-FBO) + VSBM * FBO	12,85%

D, finansal borcu; E, özkaynak tutarını göstermektedir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

(ABD Doları)	İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2021-2028)							
	Gerçekleşme			Tahmin	İNA Modelinde Kullanılan Projeksiyon			
	2022	2023	2024	2025T	01.10.25-31.12.25P	2026 P	2027P	2028P
Net Satışlar	5.240.246	10.251.343	4.307.961	4.860.783	902.887	13.087.863	25.159.149	42.640.129
Yıllık Büyüme	a.d	95,6%	-58,0%	12,8%	-57,6%	169,3%	92,2%	69,5%
Satışların Maliyeti (SM)	4.355.145	5.822.450	2.921.345	3.721.338	-285.504	5.971.001	8.162.356	10.722.216
SM / Net Satışlar	a.d	56,8%	-49,8%	76,6%	-31,6%	45,6%	32,4%	25,1%
Brüt Kar	885.101	4.428.893	1.386.616	1.139.445	1.188.391	7.116.861	16.996.793	31.917.913
Brüt Kar Marjı	16,9%	43,2%	32,2%	23,4%	131,6%	54,4%	67,6%	74,9%
Esas Faaliyet Giderleri	290.080	1.369.179	1.886.616	1.850.312	686.510	2.036.910	2.505.751	2.943.578
/ Net Satışlar	5,5%	13,4%	43,8%	38,1%	76,0%	15,6%	10,0%	6,9%
Yıllık Büyüme	a.d	372,0%	37,8%	-1,9%	50,3%	10,1%	23,0%	17,5%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	595.021	3.059.714	-500.000	-710.867	501.880	5.079.951	14.491.043	28.974.335
VFÖK Marjı	11,4%	29,8%	-11,6%	-14,6%	55,6%	38,8%	57,6%	68,0%
FAVÖK	993.544	3.815.552	642.609	51.038	540.024	5.804.548	15.339.075	29.757.889
Yıllık Büyüme	a.d	284,0%	-83,2%	-92,1%	-61,4%	11273,1%	164,3%	94,0%
FAVÖK Marjı	19,0%	37,2%	14,9%	1,0%	59,8%	44,4%	61,0%	69,8%
Amortisman Gideri	398.523	755.838	1.142.609	761.905	38.144	724.597	848.032	783.554
/ Net Satışlar	7,6%	7,4%	26,5%	15,7%	4,2%	5,5%	3,4%	1,8%
Ticari İşletme Sermayesi	11.048.142	18.786.756	18.860.814	12.145.699	3.990.179	23.735.976	50.499.901	89.200.070
/ Net Satışlar	210,8%	183,3%	437,8%	249,9%	441,9%	181,4%	200,7%	209,2%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	11.482.585	18.291.876	19.068.837	12.159.430	4.018.774	23.803.184	50.722.525	89.668.561
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	792	530	1.583	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	577.966	242.562	677.594	348.851	11.565	509.008	742.235	989.042
Ort. Ödeme Süresi (Gün*)	27	24	64	38	38	38	38	38
Stoklar	330.794	777.483	469.196	394.558	13.080	575.699	839.484	1.118.629
Stok Çevirme (Gün)	17	35	78	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	219.737	70.797	50.597	94.633	31.277	185.253	394.757	697.862
Alınan Avans Süresi (Gün)	12	5	5	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	32.465	30.756	50.972	35.196	1.167	51.354	74.884	99.785
Verilen Avans Süresi (Gün)	5	2	5	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	a.d	7.738.614	74.058	-6.715.115	-9.995.487	11.590.277	26.763.925	38.700.169
/ Net Satışlar	a.d	75,5%	1,7%	-138,1%	-1107,1%	88,6%	106,4%	90,8%
Yatırım Harcamaları	7.772.185	2.048.643	862	238.060	180.785	239.705	5.032	8.528
Yatırımlar / Net Satışlar	148,3%	20,0%	0,0%	4,9%	20,0%	1,8%	0,0%	0,0%
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	5.836.348	2.009.440	0	237.088	237.008	237.008	0	0
-Demirbaşlar	21.093	1.487	862	972	972	2.618	5.032	8.528
-Yapılmakta Olan Harcamalar	1.914.744	37.717	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi					125.470	1.269.988	3.622.761	7.243.584
Serbest Nakit Akımları					10.229.256	-7.295.422	-15.052.642	-16.194.392
AOSM					12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
İndirgeme Oranı					0,9457	0,8739	0,7743	0,6866
İndirgenmiş Nakit Akımları					9.674.053	-6.375.257	-11.656.000	-11.119.736

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SMye eklenmiştir

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2029-2036)								
(ABD Doları)	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P
Net Satışlar	51.176.067	55.884.189	65.977.232	73.426.960	73.425.198	73.423.444	73.421.696	73.419.956
Yıllık Büyüme	20,0%	9,2%	18,1%	11,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti (SM)	12.520.485	13.429.851	14.730.456	15.601.994	15.827.000	16.106.622	16.344.558	16.606.992
SM / Net Satışlar	24,5%	24,0%	22,3%	21,2%	21,6%	21,9%	22,3%	22,7%
Brüt Kar	38.655.582	42.454.338	51.246.776	57.824.966	57.598.198	57.316.822	57.077.138	56.758.964
Brüt Kar Marjı	75,5%	76,0%	77,7%	78,8%	78,4%	78,1%	77,7%	77,3%
Esas Faaliyet Giderleri	3.207.501	3.295.155	3.409.265	3.491.480	3.539.577	3.589.384	3.639.754	3.692.183
/ Net Satışlar	6,3%	5,9%	5,2%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%
Yıllık Büyüme	9,0%	2,7%	3,5%	2,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	35.448.082	39.159.183	47.837.511	54.333.485	54.058.621	53.727.438	53.437.385	53.066.781
VFÖK Marjı	69,3%	70,1%	72,5%	74,0%	73,6%	73,2%	72,8%	72,3%
FAVÖK	36.201.387	39.848.187	48.462.347	54.894.253	54.555.321	54.209.018	53.854.896	53.493.644
Yıllık Büyüme	21,7%	10,1%	21,6%	13,3%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,7%
FAVÖK Marjı	70,7%	71,3%	73,5%	74,8%	74,3%	73,8%	73,4%	72,9%
Amortisman Gideri	753.306	689.004	624.836	560.768	496.699	481.580	417.512	426.863
/ Net Satışlar	1,5%	1,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Ticari İşletme Sermayesi	123.732.192	141.580.409	161.137.187	183.303.823	194.151.794	194.153.318	194.155.018	193.096.218
/ Net Satışlar	241,8%	253,3%	244,2%	249,2%	264,4%	264,4%	264,4%	263,0%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	124.417.415	142.371.518	162.054.492	184.370.302	195.287.825	195.283.149	195.278.493	194.206.784
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.220.626	1.366.566	1.482.944	1.588.603	1.655.076	1.681.650	1.708.905	1.728.601
Ort. Ödeme Süresi (Gün*)	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	1.380.555	1.545.616	1.677.243	1.796.745	1.871.928	1.901.983	1.932.810	1.955.086
Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	968.301	1.108.032	1.261.219	1.434.895	1.519.863	1.519.827	1.519.790	1.511.450
Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	123.149	137.873	149.615	160.275	166.981	169.662	172.412	174.399
Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	34.532.122	17.848.217	19.556.778	22.166.636	10.847.971	1.524	1.700	-1.058.800
/ Net Satışlar	67,5%	31,9%	29,6%	30,2%	14,8%	0,0%	0,0%	-1,4%
Yatırım Harcamaları	521.996	11.177	13.195	14.685	14.685	748.919	14.684	1.115.983
Yatırımlar / Net Satışlar	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	1,5%
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	511.761	0	0	0	0	734.234	0	1.101.299
-Demirbaşlar	10.235	11.177	13.195	14.685	14.685	14.685	14.684	14.684
-Yapılmakta Olan Harcamalar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	8.862.020	9.789.796	11.959.378	13.583.371	13.514.655	13.431.859	13.359.346	13.266.695
Serbest Nakit Akımları	-7.714.751	12.198.997	16.932.996	19.129.560	30.178.009	40.026.715	40.479.165	40.169.766
AOOM	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
İndirgeme Oranı	0,6078	0,5377	0,4763	0,4238	0,3736	0,3309	0,2932	0,2615
İndirgenmiş Nakit Akımları	-4.689.148	6.559.149	8.064.964	8.106.315	11.274.715	13.246.777	11.866.895	10.505.251

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2037-2044)								
(ABD Doları)	2037P	2038P	2039P	2040P	2041P	2042P	2043P	2044P
Net Satışlar	73.418.222	73.416.496	73.414.776	73.413.064	73.411.358	73.409.659	73.407.966	73.406.281
Yıllık Büyüme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti (SM)	16.911.843	17.169.511	17.482.498	17.806.512	18.137.225	18.475.653	18.833.429	19.247.311
SM / Net Satışlar	23,0%	23,4%	23,8%	24,3%	24,7%	25,2%	25,7%	26,2%
Brüt Kar	56.506.379	56.246.985	55.932.278	55.606.552	55.274.132	54.934.006	54.574.537	54.158.970
Brüt Kar Marjı	77,0%	76,6%	76,2%	75,7%	75,3%	74,8%	74,3%	73,8%
Esas Faaliyet Giderleri	3.744.937	3.798.928	3.854.771	3.912.631	3.971.819	4.032.369	4.094.312	4.158.272
/ Net Satışlar	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%
Yıllık Büyüme	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	52.761.442	52.448.058	52.077.507	51.693.921	51.302.313	50.901.637	50.480.225	50.000.699
VFÖK Marjı	71,9%	71,4%	70,9%	70,4%	69,9%	69,3%	68,8%	68,1%
FAVÖK	53.124.236	52.746.784	52.361.108	51.966.741	51.564.353	51.152.897	50.732.464	50.302.853
Yıllık Büyüme	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
FAVÖK Marjı	72,4%	71,8%	71,3%	70,8%	70,2%	69,7%	69,1%	68,5%
Amortisman Gideri	362.795	298.726	283.601	272.820	262.040	251.260	252.238	302.155
/ Net Satışlar	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%
Ticari İşletme Sermayesi	194.159.531	194.161.176	194.163.598	193.105.828	194.170.334	194.174.013	194.178.041	193.121.899
/ Net Satışlar	264,5%	264,5%	264,5%	263,0%	264,5%	264,5%	264,5%	263,1%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	195.269.235	195.264.634	195.260.051	194.188.517	195.250.940	195.246.412	195.241.902	194.170.540
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.767.972	1.794.751	1.824.803	1.848.193	1.892.826	1.928.064	1.964.726	1.994.404
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	1.999.616	2.029.904	2.063.892	2.090.347	2.140.828	2.180.682	2.222.149	2.255.715
Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.519.718	1.519.683	1.519.647	1.511.307	1.519.576	1.519.541	1.519.506	1.511.168
Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	178.371	181.073	184.105	186.465	190.968	194.523	198.222	201.216
Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	1.063.313	1.645	2.422	-1.057.770	1.064.506	3.679	4.028	-1.056.142
/ Net Satışlar	1,4%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%
Yatırım Harcamaları	14.684	14.683	748.831	14.683	14.682	14.682	14.682	748.744
Yatırımlar / Net Satışlar	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	0	0	734.148	0	0	0	0	734.063
-Demirbaşlar	14.684	14.683	14.683	14.683	14.682	14.682	14.682	14.681
-Yapılmakta Olan Harcamalar	0	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	13.190.360	13.112.014	13.019.377	12.923.480	12.825.578	12.725.409	12.620.056	12.500.175
Serbest Nakit Akımları	38.855.880	39.618.441	38.590.478	40.086.349	37.659.586	38.409.126	38.093.698	38.110.077
AOSM	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
İndirgeme Oranı	0,2300	0,2037	0,1804	0,1614	0,1415	0,1254	0,1111	0,0996
İngirgenmiş Nakit Akımları	8.935.290	8.070.391	6.963.421	6.469.821	5.330.456	4.815.801	4.230.898	3.795.983

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2045-2052)									
(ABD Doları)	2045P	2046P	2047P	2048P	2049P	2050P	2051P	2052P	
Net Satışlar	73.404.602	73.402.930	73.401.265	73.399.606	73.397.954	73.396.309	73.394.670	72.986.594	
Yıllık Büyüme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%
Satışların Maliyeti (SM)	19.621.050	20.002.316	20.392.138	20.790.411	21.245.665	21.661.681	22.086.143	22.426.141	
SM / Net Satışlar	26,7%	27,3%	27,8%	28,3%	28,9%	29,5%	30,1%	30,7%	
Brüt Kar	53.783.552	53.400.614	53.009.127	52.609.195	52.152.289	51.734.627	51.308.527	50.560.452	
Brüt Kar Marjı	73,3%	72,7%	72,2%	71,7%	71,1%	70,5%	69,9%	69,3%	
Esas Faaliyet Giderleri	4.223.108	4.289.445	4.357.320	4.426.771	4.498.425	4.571.148	4.645.570	4.545.727	
/ Net Satışlar	5,8%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,2%	
Yıllık Büyüme	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	-2,1%	
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0	
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	49.560.444	49.111.169	48.651.807	48.182.424	47.653.864	47.163.479	46.662.957	46.014.725	
VFÖK Marjı	67,5%	66,9%	66,3%	65,6%	64,9%	64,3%	63,6%	63,0%	
FAVÖK	49.863.577	49.415.282	48.956.898	48.488.493	48.009.844	47.520.437	47.020.894	46.373.635	
Yıllık Büyüme	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,1%	-1,4%	
FAVÖK Marjı	67,9%	67,3%	66,7%	66,1%	65,4%	64,7%	64,1%	63,5%	
Amortisman Gideri	303.133	304.112	305.091	306.069	355.980	356.959	357.937	358.910	
/ Net Satışlar	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Ticari İşletme Sermayesi	194.188.188	194.192.987	194.198.001	193.142.020	194.209.295	194.215.585	194.221.516	192.631.826	
/ Net Satışlar	264,5%	264,6%	264,6%	263,1%	264,6%	264,6%	264,6%	263,9%	
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	195.232.937	195.228.481	195.224.043	194.152.848	195.215.220	195.210.834	195.206.467	193.597.893	
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968	968	
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.046.839	2.086.598	2.127.204	2.156.855	2.213.654	2.259.535	2.303.796	2.331.244	
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38	38	
Stoklar	2.315.020	2.359.989	2.405.915	2.439.451	2.503.691	2.555.584	2.605.644	2.636.688	
Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43	43	
Müşterilerden Alınan Avans	1.519.436	1.519.401	1.519.367	1.511.030	1.519.298	1.519.264	1.519.230	1.506.711	
Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8	8	
Tedarikçilere Verilen Avans	206.506	210.517	214.614	217.606	223.336	227.965	232.431	235.200	
Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4	4	
İşletme Sermayesi Değişim	1.066.289	4.799	5.013	-1.055.981	1.067.275	6.290	5.931	-1.589.690	
/ Net Satışlar	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-2,2%	
Yatırım Harcamaları	14.681	14.681	14.680	14.680	748.659	14.679	14.679	14.597	
Yatırımlar / Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	0	0	0	0	733.980	0	0	0	
-Demirbaşlar	14.681	14.681	14.680	14.680	14.680	14.679	14.679	14.597	
-Yapılmakta Olan Harcamalar	0	0	0	0	0	0	0	0	
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vergi	12.390.111	12.277.792	12.162.952	12.045.606	11.913.466	11.790.870	11.665.739	11.503.681	
Serbest Nakit Akımları	36.392.496	37.118.009	36.774.252	37.484.189	34.280.444	35.708.599	35.334.545	36.445.047	
AOSM	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	
İndirgeme Oranı	0,0871	0,0772	0,0684	0,0615	0,0536	0,0475	0,0421	0,0379	
İndirgenmiş Nakit Akımları	3.170.572	2.864.546	2.513.971	2.304.205	1.838.269	1.696.215	1.486.801	1.382.612	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SMYe eklenmiştir

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2053-2060)									
(ABD Doları)	2053P	2054P	2055P	2056P	2057P	2058P	2059P	2060P	
Net Satışlar	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594
Yıllık Büyüme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti (SM)	22.867.844	23.367.207	23.828.576	24.299.382	24.780.699	25.320.537	25.822.977	26.336.608	
SM / Net Satışlar	31,3%	32,0%	32,6%	33,3%	34,0%	34,7%	35,4%	36,1%	
Brüt Kar	50.118.749	49.619.386	49.158.018	48.687.211	48.205.895	47.666.056	47.163.617	46.649.986	
Brüt Kar Marjı	68,7%	68,0%	67,4%	66,7%	66,0%	65,3%	64,6%	63,9%	
Esas Faaliyet Giderleri	4.617.248	4.690.908	4.765.574	4.841.863	4.919.811	5.000.038	5.081.413	5.164.558	
/ Net Satışlar	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,1%	
Yıllık Büyüme	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0	
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	45.501.501	44.928.478	44.392.444	43.845.349	43.286.084	42.666.018	42.082.204	41.485.427	
VFÖK Marjı	62,3%	61,6%	60,8%	60,1%	59,3%	58,5%	57,7%	56,8%	
FAVÖK	45.861.385	45.337.993	44.802.932	44.256.809	43.698.518	43.128.083	42.545.242	41.949.439	
Yıllık Büyüme	-1,1%	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,4%	
FAVÖK Marjı	62,8%	62,1%	61,4%	60,6%	59,9%	59,1%	58,3%	57,5%	
Amortisman Gideri	359.884	409.514	410.488	411.461	412.434	462.065	463.038	464.011	
/ Net Satışlar	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Ticari İşletme Sermayesi	193.161.342	193.172.835	193.184.568	192.140.237	193.207.581	193.220.052	193.232.781	192.189.205	
/ Net Satışlar	264,7%	264,7%	264,7%	263,3%	264,7%	264,7%	264,8%	263,3%	
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968	968	
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.385.218	2.434.775	2.485.368	2.520.607	2.584.597	2.638.371	2.693.259	2.731.756	
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38	38	
Stoklar	2.697.734	2.753.784	2.811.006	2.850.863	2.923.236	2.984.056	3.046.135	3.089.676	
Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43	43	
Müşterilerden Alınan Avans	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.502.510	
Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8	8	
Tedarikçilere Verilen Avans	240.645	245.645	250.749	254.305	260.761	266.186	271.724	275.608	
Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4	4	
İşletme Sermayesi Değişimi	529.516	11.493	11.733	-1.044.331	1.067.344	12.471	12.729	-1.043.576	
/ Net Satışlar	0,7%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	
Yatırım Harcamaları	14.597	744.463	14.597	14.597	14.597	744.463	14.597	14.597	
Yatırımlar / Net Satışlar	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	0	729.866	0	0	0	729.866	0	0	
-Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	
-Yapılmakta Olan Harcamalar	0	0	0	0	0	0	0	0	
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vergi	11.375.375	11.232.120	11.098.111	10.961.337	10.821.521	10.666.505	10.520.551	10.371.357	
Serbest Nakit Akımları	33.941.896	33.349.917	33.678.490	34.325.206	31.795.056	31.704.644	31.997.364	32.607.060	
AOSM	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	
İndirgeme Oranı	0,0330	0,0292	0,0259	0,0234	0,0203	0,0180	0,0159	0,0144	
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.120.304	975.079	872.254	803.644	645.946	570.565	510.084	471.141	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SMYe eklenmiştir

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli (2061-2067)							
(ABD Doları)	2061P	2062P	2063P	2064P	2065P	2066P	2067P
Net Satışlar	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594	72.986.594
Yıllık Büyüme	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışların Maliyeti (SM)	26.860.814	27.396.691	27.992.277	28.551.677	29.123.507	29.707.178	30.303.814
SM / Net Satışlar	36,8%	37,5%	38,4%	39,1%	39,9%	40,7%	41,5%
Brüt Kar	46.125.780	45.589.902	44.994.316	44.434.917	43.863.086	43.279.415	42.682.780
Brüt Kar Marjı	63,2%	62,5%	61,6%	60,9%	60,1%	59,3%	58,5%
Esas Faaliyet Giderleri	5.249.511	5.336.312	5.425.584	5.516.201	5.608.788	5.703.389	5.800.048
/ Net Satışlar	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
Yıllık Büyüme	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Ar-ge Teşvik Geliri	0	0	0	0	0	0	0
/ Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	40.876.268	40.253.590	39.568.732	38.918.716	38.254.298	37.576.026	36.882.732
VFÖK Marjı	56,0%	55,2%	54,2%	53,3%	52,4%	51,5%	50,5%
FAVÖK	41.341.253	40.719.548	40.084.321	39.435.277	38.771.832	38.094.534	37.402.213
Yıllık Büyüme	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,7%	-1,7%	-1,8%
FAVÖK Marjı	56,6%	55,8%	54,9%	54,0%	53,1%	52,2%	51,2%
Amortisman Gideri	464.984	465.957	515.588	516.561	517.535	518.508	519.481
/ Net Satışlar	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Ticari İşletme Sermayesi	193.257.864	193.270.811	193.284.629	192.242.457	193.312.550	193.326.662	193.341.077
/ Net Satışlar	264,8%	264,8%	264,8%	263,4%	264,9%	264,9%	264,9%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	194.118.947	194.118.947	194.118.947	193.058.188	194.118.947	194.118.947	194.118.947
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	968	968	968	968	968	968	968
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	2.801.419	2.857.244	2.916.828	2.961.379	3.037.222	3.098.071	3.160.227
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	38	38	38	38	38	38	38
Stoklar	3.168.467	3.231.606	3.298.996	3.349.385	3.435.165	3.503.987	3.574.287
Stok Çevirme (Gün)	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avans	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.510.766	1.510.766
Alınan Avans Süresi (Gün)	8	8	8	8	8	8	8
Tedarikçilere Verilen Avans	282.636	288.268	294.279	298.774	306.426	312.565	318.836
Verilen Avans Süresi (Gün)	4	4	4	4	4	4	4
İşletme Sermayesi Değişim	1.068.659	12.946	13.818	-1.042.172	1.070.093	14.112	14.415
/ Net Satışlar	1,5%	0,0%	0,0%	-1,4%	1,5%	0,0%	0,0%
Yatırım Harcamaları	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
Yatırımlar / Net Satışlar	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Biyogaz, GES Gübre Tesisi	0	0	729.866	0	0	0	0
-Demirbaşlar	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597	14.597
-Yapılmakta Olan Harcamalar	0	0	0	0	0	0	0
-Diğer	0	0	0	0	0	0	0
Vergi	10.219.067	10.063.398	9.892.183	9.729.679	9.563.574	9.394.006	9.220.683
Serbest Nakit Akımları	30.038.929	30.628.606	29.433.856	30.733.173	28.123.568	28.671.818	28.152.518
AOSM	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%
İndirgeme Oranı	0,0125	0,0111	0,0098	0,0089	0,0077	0,0068	0,006
İndirgenmiş Nakit Akımları	375.628	339.270	288.809	274.053	216.462	195.484	170.027

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*: Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

İNA Sonucu	
	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	119.155.977
(-) Net Finansal Borç	9.643.404
Hedef Özsermaye Değeri	109.512.573

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemi

Arf Bio'nun çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerini çok yönlü ve entegre yapıda gerçekleştiren Şirket'le benzer entegre yapıda faaliyette bulunan borsa şirketleri yurt içinde ve yurt dışında tespit edilememiştir. Bunun yerine Biyogaz, Hibrit GES, Organik Gübre ve Karbon Satış faaliyetlerinin birini veya birkaçını gerçekleştiren yurt içi ve yurt dışı benzer firmalar Bloomberg Terminal'inden belirlenmiş ve piyasa çarpan analizine dahil edilmiştir. Bu şekilde, USD 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının kullanılması ilkesi karşılanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu tarihinden bir iş günü önce (18.11.2025) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri

(PD/DD) çarpanları değerlendirilmiş olup Şirket'in değerini en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpanı piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmıştır.

Organomineral Gübre Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi			
Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
NISSAN CHEMICAL CORP	4021 JP	4.439	9,82
WILMAR INTERNATIONAL LTD	WIL SP	15.864	9,33
VERBIO SE	VBK GR	1.213	33,15
SICHUAN GUOQUANG AGROCHEMI-A	002749 CH	953	
HUBEI XINGFA CHEMICALS GRP-A	600141 CH	5.268	
LSB INDUSTRIES INC	LXU US	660	7,76
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	CF US	12.648	6,12
ICL GROUP LTD	ICL IT	6.930	7,60
COMPASS MINERALS INTERNATIONAL	CMP US	715	9,84
SAUDI BASIC INDUSTRIES CORP	SABIC AB	45.919	13,92
COROMANDEL INTERNATIONAL LTD	CRJN IN	7.435	21,03
TPI POLONE PUBLIC CO LTD	TPIPL TB	409	11,60
ANDERSONS INC/THE	ANDE US	1.681	8,28
ADVANSIX INC	ASIX US	381	4,98
CENTRAL GLASS CO LTD	4044 JP	531	5,80
INCITEC PIVOT LTD	IPL AU		5,59
TECK RESOURCES LTD-CLS B	TECK/B CN	19.370	8,67
ABOU KIR FERTIL & CHEMICALS	ABUK EY	1.246	4,83
YARA INTERNATIONAL ASA	YAR NO	9.170	5,39
PGG WRIGHTSON LTD	PGW NZ	93	7,29
GRUPA AZOTY SA	ATT PW	496	196,61
GUJARAT AMBUJA EXPORTS LTD	GAEX IN	561	10,38
DUC GIANG CHEMICALS JSC	DGC VN	1.422	7,03
MISR FERTILIZERS PRODUCTION	MFPC EY	1.743	7,62
GUBRE FABRIKALARI TAS	GUBRF TI	2.568	9,84
BAGFAS BANDIRMA GUBRE FABRIK	BAGFS TI	92	9,96
EGE GUBRE SANAYI AS	EGGUB TI	237	8,51
ALKIM ALKALI KIMYA A.S	ALKIM TI	113	12,53
HEKTAS TICARET T.A.S	HEKTS TI	649	
TEKFEN HOLDING AS	TKFEN TI	636	18,57
NATIONAL FERTILIZERS LTD	NFL IN	509	9,73
GUJARAT STATE FERT & CHEMICA	GSFC IN	871	7,76
RASHTRIYA CHEMICALS & FERT	RCF IN	947	12,19
Medyan		947	8,59

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Eliminasyon sonrası Organomineral Gübre faaliyeti hesaplanan "medyan" FD/FAVÖK, çarpan değerleri 8,59(x) olarak hesaplanmıştır. Biyogaz, Hibrit GES ve Karbon Satış faaliyetleri için medyan FD/FAVÖK çarpanları aynı yöntemle aşağıdaki tablolarda hesaplanmıştır.

Biyogaz Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi			
Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
ABO WIND AG	AB9 GR	371	13,32
BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT	BYW6 GR	315	27,03
KUALA LUMPUR KEPONG BHD	KLK MK	5.531	11,25
CONIFEX TIMBER INC	CFF CN	7	
ENDESA SA	ELE SM	39.152	6,85
GALP ENERGIA SGPS SA	GALP PL	15.750	5,20
OSAKA GAS CO LTD	9532 JP	13.028	7,38
COSAN SA	CSAN3 BZ	4.486	6,02
RWE AG	RWE GY	38.578	17,90
GS HOLDINGS	078930 KS	3.756	4,35
TA ANN HOLDINGS BERHAD	TAH MK	451	4,49
ADECOAGRO SA	AGRO US	770	5,26
CEZ AS	CEZ CP	33.150	
SEMAPA-SOCIEDADE DE INVESTIM	SEM PL	1.618	
TAURON POLSKA ENERGIA SA	TPE PW	4.513	3,09
BIOTREND CEVRE VE ENERJİ YAT	BIOEN TI	242	48,77
CONSUS ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ	CONSE TI	59	15,45
HUN YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRE	HUNER TI	85	10,05
CLOUDBERRY CLEAN ENERGY ASA	CLOUD NO	392	29,01
SCATEC ASA	SCATC NO	1.566	9,94
VOLTALIA SA-REGR	VLTSA FP	1.103	16,18
Medyan		936	9,94

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Eliminasyon sonrası Biyogaz faaliyeti için hesaplanan “medyan” FD/FAVÖK, çarpan değerleri 9,94(x) olarak hesaplanmıştır.

Hibrit GES Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi			
Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
NEOEN SA	NEOEN FP	6.376	24,00
MERIDIAN ENERGY LTD	MEL NZ	8.643	14,10
ENCAVIS AG	ECV GR		12,75
BCPG PCL	BCPG TB	684	27,96
INDIA NIPPON ELECTRICALS LTD	INE IN		13,57
EDP RENOVAVEIS SA	EDPR PL	13.856	11,81
SCATEC ASA	SCATC NO	1.566	9,94
SERMSANG POWER CORP CO LTD	SSP TB	117	7,38
7C SOLARPARKEN AG	HRPK GR	156	7,03
GUNKUL ENGINEERING PCL	GUNKUL TB	491	10,48
TERNA ENERGY SA	TENERGY GA		
NHPC LTD	NHPC IN	9.134	22,09
GCL NEW ENERGY HOLDINGS LTD	451 HK	134	
CHINA DATANG CORP RENEWABL-H	1798 HK	2.205	9,90
SPCG PCL	SPCG TB	323	7,47
SOLTECH ENERGY SWEDEN AB	SOLT SS	52	1,49
SOLAER RENEWABLE	SOLR IT	327	
AKFEN YENILENEBİLİR ENERJİ A	AKFYE TI	490	37,69
HUN YENILENEBİLİR ENERJİ ÜRE	HUNER TI	85	10,05
KARTAL YENILENEBİLİR ENERJİ	KARYE TI	40	6,12
MARGUN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ	MAGEN TI	2.331	193,11
Medyan		490	10,48

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Eliminasyon sonrası Hibrit GES faaliyeti için hesaplanan "medyan" FD/FAVÖK, çarpan değerleri 10,48(x) olarak hesaplanmıştır.

Karbon Sertifikası Faaliyetine Yönelik Çarpan Analizi			
Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 \$)	FD/FAVÖK
SERENA ENERGIA SA	SRNA3 BZ	1.476	8,44
CK POWER PCL	CKP TB	567	10,91
AYDEM YENILENEBİLİR ENERJİ A	AYDEM TI	305	8,23
Medyan		783	9,19

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Karbon Satışları faaliyeti için hesaplanan "ortalama" FD/FAVÖK, çarpan değerleri 9,19(x) olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu

Benzer Firma Çarpan Analizi (ABD Doları)			
Faaliyet Alanları	FD/FAVÖK Çarpanı	Operasyonel İndirgenmiş FAVÖK	Hesaplanan Firma Değeri
GÜBRE	8,59	1.488.217	12.778.012
BIYOGAZ	9,94	-1.437.603	-14.287.103
HİBRİT GES	10,48	0	0
KARBON	9,19	-281	-2.584
Net Finansal Borç			9.643.404
Özsermaye Değeri			-11.154.989

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, Arf Bio'nun gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı - İNA Yöntemi) kullanılmıştır. FAVÖK hesaplamaları ve projeksiyonları iş kolu bazında yapılmış olsa da entegre faaliyet yapısından dolayı Arf Bio'nun üretim sürecinde girdi-çıkıtlı hesapları ve üretim-satış maliyetleri bazında ayrıştırılmadığından, Şirket Özsermaye Değeri'nin piyasa çarpanları yöntemi altında faaliyet bazında belirlenip konsolide edilmesinin sağlıklı sonuç vermeyeceği değerlendirilmiştir. Bu nedenle, Biyogaz, Güneş enerjisi, Gübre üretimi ve Karbon ticareti faaliyetlerine dair benzer firma çarpan analizleri değerlendirilmiş ancak değerleme çalışmasına dahil edilmemesine karar verilmiştir.

İNA Yöntemi ile Şirketin Hedef Özsermaye (Piyasa) Değeri **109.512.573 ABD Doları** olarak tahmin edilmiştir. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye (Piyasa) Değeri Fiyat Tespit Raporu tarihinden (19.11.2025) bir işgünü önce (18.11.2025) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (42,2641) ile çarpılarak halka arz öncesi hedef özsermaye (piyasa) değeri **4.628.450.327 TL** olarak tahmin edilmiştir. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (147.337.401 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" 31,41 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %37,9 oranında halka arz iskontosu uygulandığında pay başına halka arz fiyatı **19,50 TL** olarak tahmin edilmiştir.

Değerleme Sonucu (ABD Doları)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	119.155.977		
-Net Nakit/(Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
Nakit durumu (ABD Doları)	156.446		
Finansal Borç (ABD Doları)	9.799.850		
-Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,0%	109.512.573
2- Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	-1.511.585		0
-Net Nakit/(Borç) (ABD Doları)	9.643.404		
Nakit durumu (ABD Doları)	156.446		
Finansal Borç (ABD Doları)	9.799.850		
-Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,0%	0
2.1- Gübre Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	8,59		
-Firma Değeri (ABD Doları)	12.778.012	0,0%	0
FAVÖK (2025; ABD Doları)	1.509.067		
İndirgeme Faktörü (19.11.2025)	0,9862		
İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)	1.488.217		
2.2- Biyogaz Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,94		
-Firma Değeri (ABD Doları)	-14.287.013	0,0%	0
FAVÖK (2025; ABD Doları)	-1.457.744		
İndirgeme Faktörü (19.11.2025)	0,9862		
İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)	-1.437.603		
2.3- Hibrit GES Tesisi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	10,48		
-Firma Değeri (ABD Doları)	0	0,0%	0
FAVÖK (2025; ABD Doları)	0		
İndirgeme Faktörü (19.11.2025)	0,9862		
İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)	0		
2.4- Karbon Satışları			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,19		
-Firma Değeri (ABD Doları)	-2.584	0,0%	0
FAVÖK (2025; ABD Doları)	-285		
İndirgeme Faktörü (19.11.2025)	0,9862		
İndirgenmiş FAVÖK (ABD Doları)	-281		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	109.512.573	100,00%	109.512.573
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	-11.154.989	0,00%	0
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100,00%	109.512.573
USD/TRY-TCMB 15:30 Döviz Alış Kuru (18.11.2025)			42,2641
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			4.628.450.327
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)			147.337.401
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			31,41
İskonto Oranı (%)			37,90%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			2.873.079.319
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			19,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket, faaliyet alanı ve faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin verilen bilgilerin yeterli ve açıklayıcı olduğunu değerlendiriyoruz.
- Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımı, Maliyet (Defter Değeri) ve çarpan analizi yöntemleri incelenmiştir. Raporda incelenen analizlere yönelik detaylı açıklamalara yer verilmiş olup, bu açıklamaları yeterli buluyoruz.
- INA analizi kapsamında AOSM %12,85 olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte değerlendirme çalışmasının ABD Doları bazlı yapılmasını ve nakit akışlarına ilişkin tahmin süresinin lisans süresiyle sınırlandırılmasının makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- Nihai özsermaye değerinin hesaplanmasında sadece İndirgenmiş Nakit Akımları analizi kullanılmış olup, ulaşılan özsermaye değerini makul buluyoruz.
- Sonuç olarak Arf Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. için %37,9 halka arz iskontosu sonrasında ulaşılan 19,50 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
VARLIKLAR	30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Dönen varlıklar	622.896.752	697.030.114	585.087.816	256.685.836
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.492.259	1.463.492	19.661.273	33.964.000
Ticari Alacaklar	576.713.639	671.667.367	538.479.904	214.704.825
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	576.713.639	671.667.367	538.479.904	214.704.825
Diğer Alacaklar	172.592	135.398	3.059.189	329.883
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	172.592	135.398	3.059.189	329.883
Stoklar	29.961.346	16.526.631	22.887.700	6.185.278
Peşin Ödenmiş Giderler	87.884.838	6.777.773	905.401	1.420.474
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	390.973	32.828	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	381.205	426.625	94.349	81.376
Toplam	622.896.752	697.030.114	585.087.816	256.685.836
Duran Varlıklar	1.284.251.317	1.114.696.735	918.479.905	460.854.553
Ticari Alacaklar	-	-	-	41.132.520
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Alacaklar	-	-	-	41.132.520
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	86.406.350	73.340.582	39.127.371	6.600.000
Maddi Duran Varlıklar	1.181.217.968	1.023.949.502	864.444.499	401.014.262
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	944.255	757.090	580.198	183.587
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	1.183.386	449.827
Diğer Duran Varlıklar	15.682.743	16.649.561	13.144.451	11.474.357
TOPLAM VARLIKLAR	1.907.148.069	1.811.726.849	1.503.567.721	717.540.389

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
YÜKÜMLÜLÜKLER	30.09.2025	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	273.761.789	201.990.763	131.401.553	78.622.485
Kısa Vadeli Borçlanmalar	84.734.337	89.185.502	18.712.980	13.082.869
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	122.308.815	52.131.259	48.330.960	32.713.194
Ticari Borçlar	27.701.510	23.867.097	7.140.588	10.806.981
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.801.974	1.188.505	378.516	88.117
Diğer Borçlar	30.073.973	32.954.779	21.254.851	12.990.488
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	30.073.973	32.954.779	21.254.851	12.990.488
Ertelenmiş Gelirler	561.058	1.782.193	2.084.136	4.108.699
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	31.051.501	2.550.970
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.580.122	881.428	2.448.021	2.281.167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	355.338.642	402.150.721	384.027.589	194.298.918
Uzun Vadeli Borçlanmalar	141.836.510	100.334.169	114.432.378	94.004.515
Diğer Borçlar	57.798.433	158.885.156	139.427.528	40.081.969
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	57.798.433	158.885.156	139.427.528	40.081.969
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.267.556	1.780.256	526.855	242.834
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.267.556	1.780.256	526.855	242.834
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	153.436.143	141.151.140	129.640.828	59.969.600
ÖZKAYNAKLAR	1.278.047.638	1.207.585.365	988.138.579	444.618.986
-Ödenmiş Sermaye	147.337.401	147.337.401	147.337.401	105.241.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.907.148.069	1.811.726.849	1.503.567.721	717.540.389

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (TL)					
TL	30.09.2025	30.09.2024	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022
Hasılat	152.463.700	70.240.517	143.646.365	272.826.274	91.490.241
Satışların Maliyeti (-)	154.349.166	77.814.221	95.768.866	138.272.718	72.137.318
Brüt Kar/ Zarar	- 1.885.466	- 7.573.704	47.877.499	134.553.556	19.352.923
Genel Yönetim Giderleri (-)	18.539.993	17.796.973	23.021.284	10.647.393	4.618.430
Pazarlama Giderleri (-)	26.291.267	20.854.576	27.572.832	21.868.139	186.365
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	351.738	16.312.512	22.245.520	-	225.786
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	2.117.404	10.370.643	17.990.947	17.556.010	622.591
Esas Faaliyet Karı/ Zararı	- 48.482.392	- 40.283.384	1.537.956	84.482.014	14.151.323
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	222.622.321	23.182.128	708.922
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	-	-
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	- 48.482.392	- 40.283.384	24.160.277	107.664.142	14.860.245
Finansman Gelirleri	13.324.623	39.516.948	34.316.413	28.984.458	7.179.782
Finansman Giderleri (-)	110.927.635	37.167.251	68.687.704	24.351.656	11.019.082
Vergi Öncesi Kar	- 146.085.404	- 37.933.687	- 10.211.014	112.296.944	11.020.945
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	-	-	-	31.083.847	2.584.782
Ertelenmiş Vergi Gideri /Geliri	11.902.144	29.945.342	18.179.249	19.980.607	3.429.390
Net Dönem Karı/ Zararı	- 134.183.260	- 7.988.345	7.968.235	101.193.704	5.006.773

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.